



Informe Mensual Deuda Pública

Investigaciones Económicas

Resumen

- *Los títulos de deuda soberana a nivel internacional registraron fuertes desvalorizaciones durante el último mes, afectados principalmente por el estrés del mercado de Tesoros en EEUU y los consecuentes incrementos en las tasas de interés de esos títulos. Por ser la referencia libre de riesgo global, el efecto contagio de los Tesoros sobre todos los mercados de renta fija fue rápido. Su correlación estadística con los bonos de mercados emergentes alcanzó máximos de 6 meses.*
- *La entrada de flujos de inversión extranjera de portafolio a mercados emergentes se mantuvo fuerte en julio, aunque algunos indicadores adelantados sugieren una reversión de esta dinámica en agosto. A pesar del estrés en la renta fija mundial, la preferencia de los inversionistas todavía se concentra en títulos de deuda.*
- *En este entorno, la curva de rendimientos TES COP se desvalorizó durante el último mes. Los TES UVR también se desvalorizaron, aunque a un ritmo ligeramente superior al de los TES COP. Los rendimientos de los TES USD también se incrementaron, en línea con la mayor prima de riesgo-país y el aumento en tasas de los Tesoros.*
- *Los volúmenes negociados en el mercado secundario se moderaron levemente en agosto. Las necesidades de liquidez en el sistema financiero han aumentado por presiones en los requerimientos de fondeo y el manejo de recursos fiscales. No obstante, las condiciones de liquidez del mercado siguen balanceadas, en gran medida apoyadas por las intervenciones expansivas realizadas por BanRep.*
- *Cálculos preliminares siguen dando cuenta de una débil demanda por TES de inversionistas extranjeros. Diferentes estimaciones sugieren algunas desvalorizaciones transitorias en los TES con vencimientos de mediano y largo plazo, en contraste con el amplio margen de valorización que ofrecen los títulos con menores duraciones.*

CONTENIDO

Contexto internacional	2
Mercado local	6
Inversión extranjera y liquidez	10
Aspectos técnicos	12
Expectativas de corto plazo	13

Gabriel F. Granados

P.S. – Mercados Financieros

gabriel.granados@bancoagrario.gov.co

Fabio D. Nieto

Economista Jefe

fabio.nieto@bancoagrario.gov.co

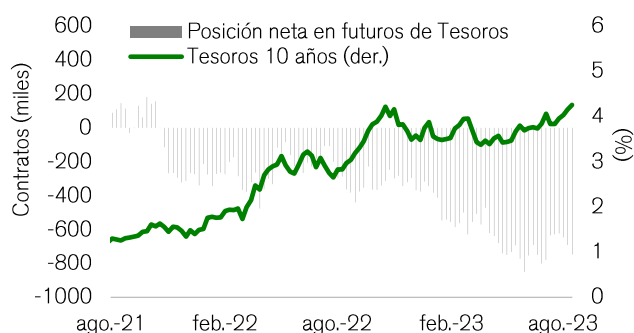


Contexto internacional

Los títulos de deuda a nivel internacional registraron fuertes desvalorizaciones durante el último mes, afectados principalmente por el fuerte incremento que mostraron los rendimientos de los bonos del Tesoro en EEUU. Teniendo en cuenta que estos rendimientos son tasas de referencia global (libre de riesgo), lo anterior produjo un efecto alcista que se extendió rápidamente sobre las tasas de interés de todos los mercados de deuda en el mundo.

En gran medida, la causa de este estrés subyace en unas condiciones de liquidez del mercado de Tesoros que se han apretado sustancialmente. Buena parte de lo anterior se explica por presiones de oferta y demanda ocultas en el mercado de EEUU, algo que analizamos al detalle en un informe reciente (ver “Presiones ocultas” en [CE – Agosto 16 de 2023](#)).

Gráfico 1. Posiciones fondos de libre inversión en UST



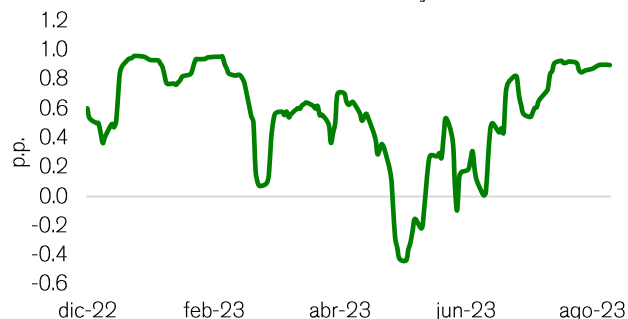
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

La menor demanda externa por Tesoros también estaría ejerciendo presiones sobre las tasas de estos títulos. Por ejemplo, grandes acreedores de EEUU, como es el caso particular de China, han reducido sus tenencias de Tesoros en 2023 a mínimos no vistos desde 2008.

Además, las posiciones sobre Tesoros de los fondos de libre inversión a nivel mundial siguen siendo vendedoras netas. De hecho, las ventas en agosto se han acelerado hasta alcanzar niveles muy cercanos a los mínimos de 20 años registrados en mayo (Gráfico 1). Esto último coincide con el reciente recorte de la nota soberana de EEUU por parte de Fitch a comienzos de este mes.

En este entorno, los bonos soberanos de mercados emergentes (EM) se vieron afectados significativamente. La correlación estadística entre esta clase de activos y los Tesoros, que se había hecho prácticamente nula hacia los meses de abril y mayo, se incrementó desde entonces hasta niveles cercanos al 90% en la actualidad (Gráfico 2).

Gráfico 2. Correlación entre renta fija EM vs EEUU*



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

*Correlación estadística entre el índice LEMB y los Tesoros en PM20 días.

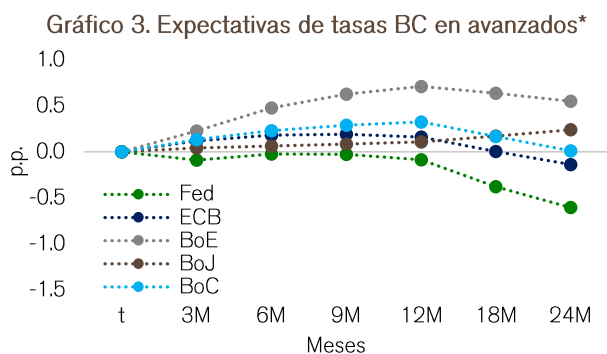
En lo fundamental, las expectativas de los mercados mundiales continúan apuntando a un anclaje de la inflación hacia sus respectivas metas de política de los Bancos Centrales (BC) en 2024-2025 y a posturas monetarias menos restrictivas. En los mercados avanzados, el fin del ajuste al alza de tasas de referencia de los BC está cada vez más cerca, mientras que en los mercados EM las tasas de política ya están descendiendo.

En EEUU, la Fed elevó su tasa de interés en 25 pbs durante su reunión de julio hasta el rango 5.25% - 5.5%, en línea con lo que esperaban los mercados. Aunque la puerta para más incrementos en los próximos meses no está cerrada, las próximas decisiones seguirán dependiendo de la información disponible y de las condiciones financieras de los mercados, recientemente afectadas por el estrés del mercado de Tesoros.

En nuestro escenario base, esperamos que la Fed mantenga inalterada sus tasas de interés en los niveles actuales hasta el cierre de 2023. Los recortes de tasas de referencia comenzarían durante la primera mitad de 2024, en la medida que los excesos de demanda, la estrechez del mercado laboral y la brecha positiva de precios (inflación por encima de la meta de 2%) evidencien ajustes robustos hacia sus equilibrios.



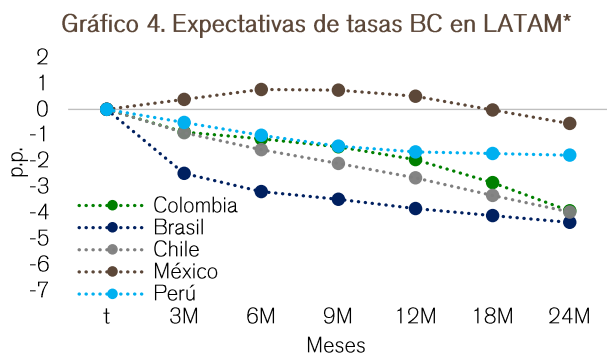
En Europa, la inflación permanece elevada y los BC, al igual que la Fed, mantienen una postura contractiva para combatirla. De hecho, el Banco de Inglaterra (BoE) y el Banco Central Europeo (ECB) aumentaron sus tasas de interés en sendos 25 pbs, al mismo tiempo que señalaron que aumentos son altamente probables.



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y deuda pública.

El Banco de Japón (BoJ) mantuvo inalterada su tasa de intervención en -0.1%, en línea con las estimaciones del mercado. Sin embargo, el BoJ sorprendió al flexibilizar cualitativamente el programa de control de curva de rendimientos (YCC, por sus siglas en inglés).

En efecto, el BoJ mantuvo el rango de tasas de interés de sus bonos a 10 años en +/- 0.5%, pero a diferencia del pasado, ahora este valor ya no será un límite sino un punto de referencia. Además, el emisor ofrecerá comprar los títulos cada día al 1% mediante operaciones de tipo de interés fijo.



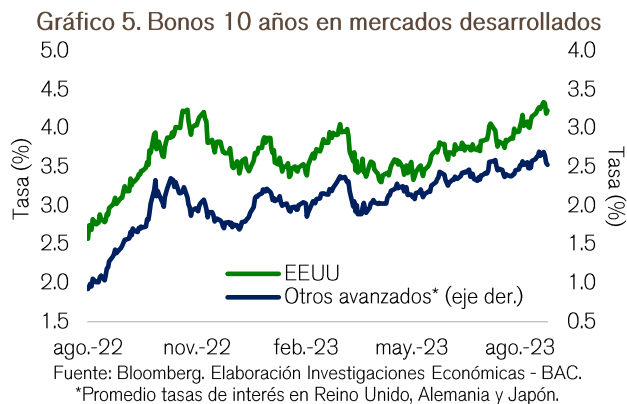
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Tasas de interés implícitas en mercados monetario y de deuda pública.

De esta forma, las expectativas implícitas en los mercados descuentan un mayor margen de aumentos en los tipos

de política monetaria del BoE y BoC durante los próximos 3-6 meses, relativo a lo que anticipan para el caso del ECB y la Fed donde el margen luce más ajustado (Gráfico 3).

En horizontes estrictamente superiores a 12 meses, los mercados incorporan recortes en las tasas de interés en todos los casos (Gráfico 3). El BoJ es la única excepción, ya que se anticipan incluso aumentos en su tasa de interés en plazos de 18-24 meses.

En LATAM, los emisores de Chile y Brasil se convirtieron en los primeros BC en comenzar a recortar sus tasas de interés. El BC de Chile recortó su tasa de referencia en 100 pbs, mientras que el BC de Brasil redujo la tasa Selic en 50 pbs. En ambos casos, la magnitud de los recortes en la tasa de política superó las expectativas de los analistas que apuntaban hacia ajustes más graduales.



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Promedio tasas de interés en Reino Unido, Alemania y Japón.

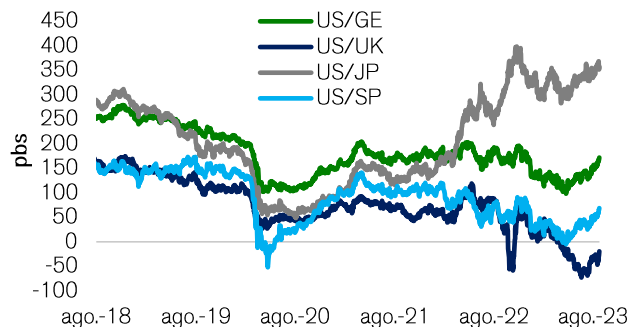
Las expectativas de los mercados en LATAM apuntan a que los recortes de tasas en Brasil y Chile continuarán durante los próximos meses (Gráfico 4), donde los BC de Colombia y Perú serían los siguientes en recortar tipos. Sin embargo, seguimos creyendo que la materialización de este escenario dependerá en gran medida de las decisiones futuras de la Fed y las dinámicas internas de la inflación.

Bajo este contexto, los rendimientos de los Tesoros a 10 años en EEUU alcanzaron niveles del orden de 4.24%, luego de registrar nuevos máximos desde 2007 (4.33%). Controlando por la postura monetaria de la Fed, estos



niveles se sitúan por encima de nuestro nivel objetivo (valor de corto plazo) que estimamos alrededor de 4%¹.

Gráfico 6. Diferenciales de tasas de interés de largo plazo

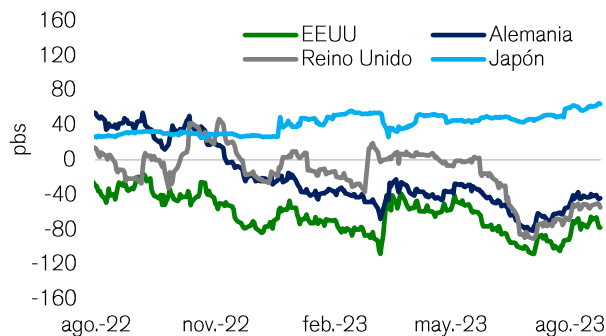


Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Frente al corte de nuestro último informe, la tasa de estos títulos se incrementó en 35 pbs. En lo corrido del año, el movimiento acumulado de los Tesoros a 10 años registra un alza de 36 pbs en sus tasas de interés de mercado.

Los rendimientos de otros bonos soberanos de mercados desarrollados no fueron ajenos al movimiento del Tesoro. En efecto, durante el último mes mostraron un comportamiento similar al de sus pares de EEUU (Gráfico 5).

Gráfico 7. Pendiente 10Y-2Y deuda pública avanzados



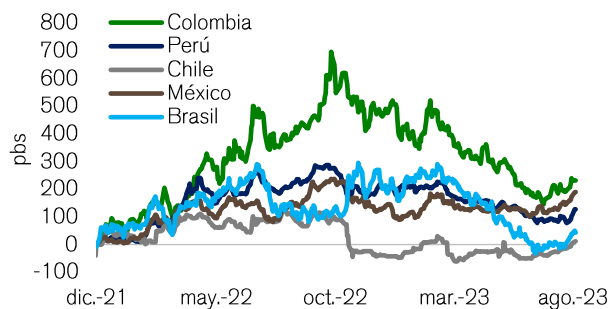
Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En Reino Unido, las tasas de interés de los *gilts* a 10 años saltaron 16 pbs hasta 4.42%. Asimismo, las tasas de interés de la referencia de la deuda soberana en la Eurozona, el bono a 10 años de Alemania, aumentaron 9 pbs y se sitúan en niveles de 2.51%.

En Japón, las tasas de los bonos aumentaron 19 pbs frente al corte de nuestro último informe. El desempeño de estos rendimientos es consistente con la flexibilización del programa YCC del BoJ que explicamos anteriormente.

De esta manera, el *spread* de tasas de interés de largo plazo de los bonos del Tesoro de EEUU contra sus pares europeos aumentó, en promedio, unos 22 pbs en el último mes. El mayor diferencial continúa siendo contra los bonos de Japón, cuyo *spread* se incrementó hasta 358 pbs que equivale el nivel más alto desde octubre de 2022 (Gráfico 6).

Gráfico 8. Rendimientos de bonos 10 años en LATAM*



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Series son el cambio en tasas durante lo corrido desde 2021

Los diferenciales inter-temporales en las curvas de mercados avanzados, con excepción de Japón, continúan en terreno negativo (Gráfico 7). La curva de Tesoros en EEUU sigue siendo la más invertida, con un *spread* entre sus títulos de 10 y 2 años que continúa en niveles de -78 pbs, aunque se ha alejado de los -100 pbs registrados un mes atrás.

En Europa, el mismo diferencial para Alemania se incrementó hasta niveles de -44 pbs. Por su parte, el *spread* en el Reino Unido también aumentó hasta niveles de -55 pbs. La pendiente de la curva de Japón se incrementó ligeramente hasta niveles del orden de 64 pbs, el mayor empinamiento desde enero de 2014.

En LATAM, los bonos soberanos de largo plazo registraron movimientos al alza durante el último mes (Gráfico 8), en línea con el comportamiento de la renta fija en mercados avanzados. En promedio, los rendimientos de

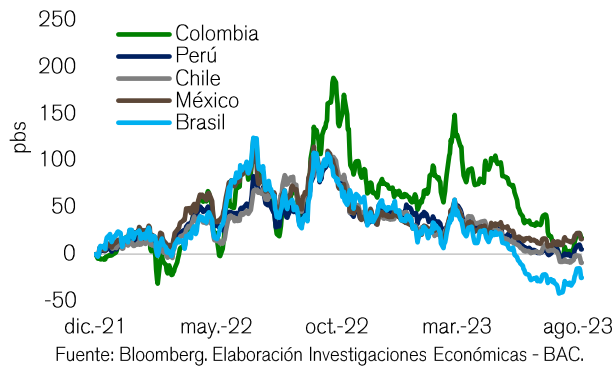
y condiciones de liquidez en mercado de Tesoros. Los datos son series mensuales desde enero de 2008.

¹ Para el cálculo utilizamos modelos de regresión simple entre los Tesoros a 10 años y tres regresores: tasa Fed, tenencias de activos Fed



los bonos soberanos de Colombia, Brasil, México, Chile y Perú aumentaron 27 pbs.

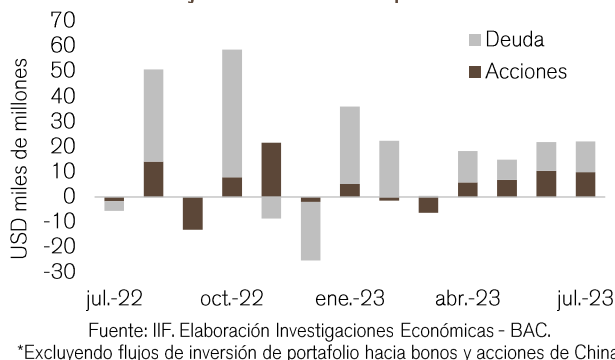
Gráfico 9. Cambio CDS 5 años LATAM desde 2021



Lo anterior es consistente con unas primas de riesgo-país de LATAM que, en el balance, evidenciaron incrementos. En efecto, los CDS a 5 años de Colombia, México, Brasil y Perú registraron aumentos de 7 pbs, en promedio (Gráfico 9). La única excepción fue Chile, cuyos CDS disminuyeron 11 pbs.

A pesar de un contexto menos favorable para los mercados EM, los flujos de inversión de portafolio volvieron a ser positivos. Los activos de los mercados EM de Asia y LATAM fueron los preferidos por los inversionistas en el último mes.

Gráfico 10. Flujos de inversión de portafolio hacia EM*



Según las últimas cifras publicadas por el Instituto de Finanzas Internacionales (IIF)², en julio estos flujos sumaron USD 32,800 millones, la entrada más alta desde

enero de este año. Por clase de títulos, USD 17,600 millones fueron inversión hacia acciones y los restantes USD 15,200 millones hacia bonos.

Excluyendo China, la dinámica de los flujos hacia EM también fue positiva. En efecto, el flujo de entrada sumó USD 22,100 millones, el más alto en 7 meses. Cerca de USD 9,900 millones fueron compras de acciones, mientras que los restantes USD 12,200 millones fueron entradas hacia títulos de deuda (Gráfico 10). Por séptimo mes consecutivo, la demanda de los inversionistas extranjeros por bonos EM superó la de acciones.

En el corrido de 2023, los flujos de capitales hacia EM sin China suman USD 128,000 millones. Esta entrada neta supera significativamente los USD 27,600 millones que ingresaron durante el mismo periodo de 2022. La información preliminar de agosto sugiere algunas salidas de inversión de portafolio desde EM.

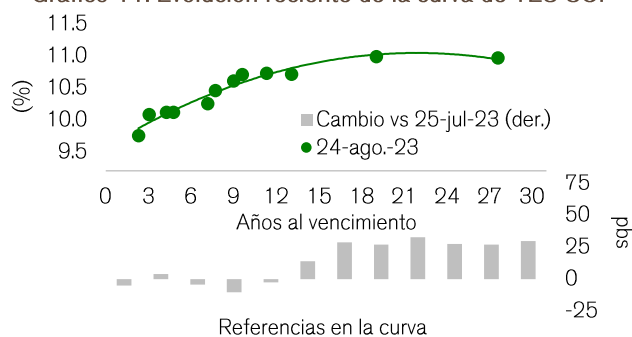
² IIF Capital Flows Tracker – August 2023.



Mercado local

En línea con el contexto internacional, los TES registraron desvalorizaciones importantes en tasa. Llama la atención que el movimiento fue relativamente más moderado frente al de nuestros pares de LATAM, lo que en parte se explica por la fuerte corrección de prima de riesgo-país (casi 100 pbs en un mes) y la menor incertidumbre respecto a factores idiosincráticos locales.

Gráfico 11. Evolución reciente de la curva de TES COP



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

Frente a nuestro último informe, el nivel de la curva de rendimientos de los TES COP, excluyendo los TES2024, se desplazó al alza 14 pbs (Gráfico 11). Lo anterior se dio en medio de un patrón de empujamiento que implicó un aumento de 32 pbs en la pendiente de la curva, la cual alcanzó niveles de 96 pbs (Gráfico 12) y que equivale al valor más alto del último año.

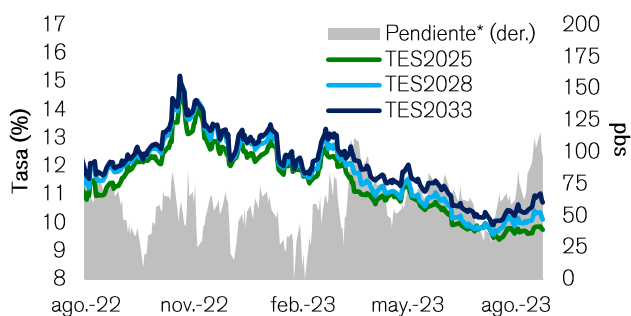
Como lo habíamos advertido en meses recientes, la curva TES COP se ha empujado desde sus niveles de junio (ver “Se anticipó el empujamiento” en [IMDP – Mayo de 2023](#)), aunque en el último mes reforzada por el contexto global adverso para la renta fija.

Las tasas de los TES COP de más corto plazo siguen descontando recortes en la tasa de interés del BanRep hacia 2024-2025. Esto es consistente con lo que registran las tasas de interés de corto plazo del mercado monetario, donde las implícitas en los swaps de IBR a 12 meses se ubican en 11.61%, unos 164 pbs por debajo del nivel actual de la tasa repo (13.25%).

Otras tasas de interés de corto plazo sugieren lo mismo. Por ejemplo, las tasas de los TES a 1 año en la curva cero-

cupón disminuyeron hasta 9.75%, un mínimo no registrado desde julio de 2022. Las tasas de los CDT a 360 días en el mercado de deuda privada también han descendido y se sitúan en 15.28%, por debajo de los niveles de 18% que alcanzaron a comienzos de este año (Gráfico 13).

Gráfico 12. Curva TES COP y diferencial intertemporal



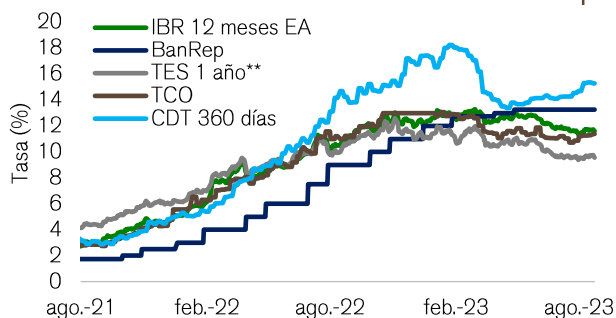
Fuente: Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

*Diferencial entre los rendimientos de los TES2033 y TES2025.

No obstante, es preciso aclarar que presiones asociadas a las condiciones de liquidez, así como las nuevas exigencias del fondeo en el sistema, mantienen las tasas de interés de la deuda privada (a plazos superiores a 180 días) muy por encima de la tasa repo y otras tasas de interés de corto plazo.

De esta forma, las tasas de los TES2024 y TES2025, las referencias de más corto plazo de la curva TES COP, bajaron en promedio 94 pbs hasta niveles de 7.09% y 9.75%, respectivamente.

Gráfico 13. Evolución de las tasas de interés de corto plazo



Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

**Rendimientos a 1 año extraídos de la curva TES COP cero cupón.

Este movimiento obedece, principalmente, a operaciones de manejo de deuda (canjes) realizados por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) con TES2024.

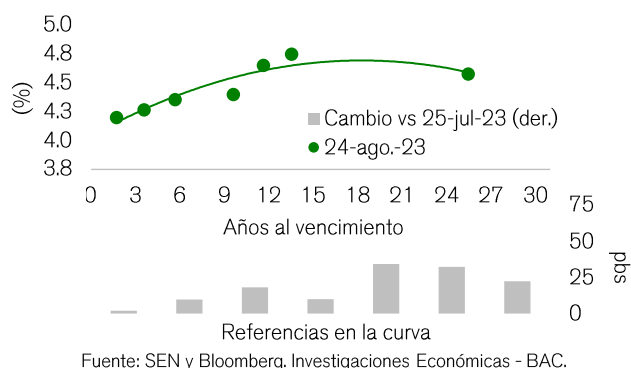


Las tasas de estos títulos se han reducido a niveles muy por debajo de valores razonables, pues la cercanía a su vencimiento (duración estrictamente inferior a 1 año), su alta liquidez y atractiva tasa cupón (10%), están creando una fuerte distorsión.

En el nodo de mediano plazo de la curva se registraron valorizaciones de 4 pbs, en promedio. Los rendimientos de los TES2026, una de las referencias más líquidas de este tramo de la curva, aumentaron 4 pbs hasta 10.08%, mientras que los de los TES2027 y los TES2028 disminuyeron 7 pbs en promedio, hasta sendos 10.12%.

Los rendimientos de los TES COP del tramo largo de la curva registraron aumentos promedio de 23 pbs, siendo los TES2034 los que presentaron el mayor incremento en una magnitud de 33 pbs hasta 10.73%. En la referencia natural de 10 años, los TES2033, la tasa de interés aumentó 27 pbs hasta también un 10.71%. En promedio, las tasas de interés de los papeles de largo plazo se sitúan en 10.68%, unos 257 pbs por debajo de la tasa repo.

Gráfico 14. Curva de TES UVR durante el último mes



Fuente: SEN y Bloomberg. Investigaciones Económicas - BAC.

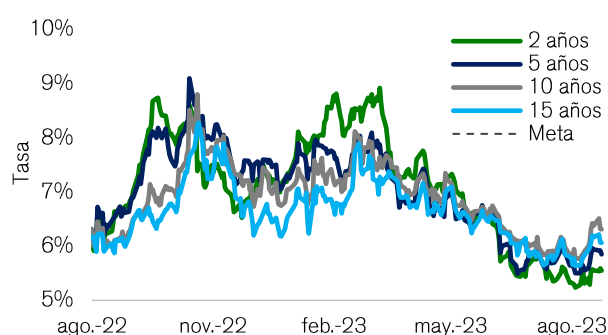
La curva de rendimientos de los TES UVR, en promedio, registró un movimiento al alza de 18 pbs, ligeramente superior frente a lo observado en la curva TES COP. Aunque la sorpresa de la inflación en el último mes fue alcista, las expectativas de inflación de analistas y mercado continúan cediendo (ver sección de “Precios y política monetaria” en [IMCE – Agosto de 2023](#)), lo que desincentiva la demanda de estos títulos.

El rendimiento de los TESUVR2025, la referencia de la parte corta, subió 2 pbs hasta 4.2% (Gráfico 14). Este

movimiento es comparativamente inferior al de otras referencias de duraciones medias.

En efecto, en el tramo medio de la curva, los TESUVR2027 aumentaron 10 pbs hasta 4.27%. Por su parte, en el tramo largo de la curva el movimiento promedio fue de 23 pbs al alza, donde el rendimiento de los TESUVR2033 aumentó 10 pbs hasta 4.4%. Los TESUVR2049 se ubicaron en niveles de 4.58%, lo que significa una desvalorización de 23 pbs (Gráfico 14).

Gráfico 15. Inflaciones implícitas en el mercado de TES

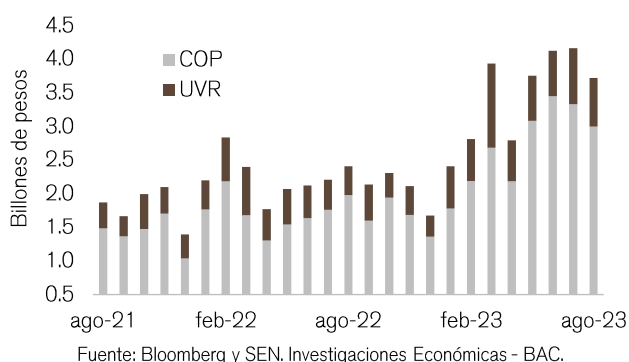


Fuente: Bloomberg. Cálculos Investigaciones Económicas - BAC.

Bajo este contexto, el promedio de las inflaciones implícitas en el mercado de TES se mantuvo estable en 5.94% y permanece por encima de la meta de 3% del BanRep. A plazos de 2 años, las implícitas se ubican en 5.55%, mientras que el promedio de las implícitas a 5, 10 y 15 años se sitúa en niveles de 6.07% (Gráfico 15).

El promedio de las inflaciones implícitas que se sustrae de la curva cero-cupón de los TES, y que es una alternativa más apropiada para medirlas, disminuyó hasta 5.89%.

Gráfico 16. Volumen promedio-día de negociación en SEN



Fuente: Bloomberg y SEN. Investigaciones Económicas - BAC.



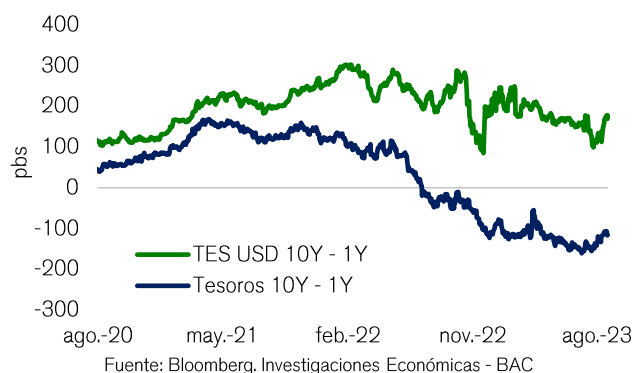
En este entorno, el volumen promedio-día transado en SEN se moderó hasta COP 3.7 billones en agosto, desde los cerca de COP 4.1 billones de julio. Sin embargo, este importe del último mes supera los COP 2.2 billones de agosto de 2022 (Gráfico 16).

Los TES COP que más se han negociado en el mercado secundario en agosto son los TES2033, TES2042 y TES2050, todas referencias de la parte larga de la curva y que hacen parte de las subastas en mercado primario.

Por su parte, los TES UVR más líquidos, según su volumen de negociación, han sido los TESUVR2029, TESUVR2037 y TESUVR2049. Estas referencias también están incluidas en las subastas del esquema de creadores de mercado.

Las tasas de interés de los TES USD también aumentaron, en línea con lo observado en la prima de riesgo-país. En efecto, toda la curva registró un desplazamiento al alza de 34 pbs, en promedio. La pendiente de la curva TES USD aumentó 36 pbs, lo cual es coherente con la mayor prima de riesgo-país y con el empinamiento registrado en la curva de Tesoros durante el último mes (Gráfico 17).

Gráfico 17. Pendiente curvas TESUSD vs Tesoros



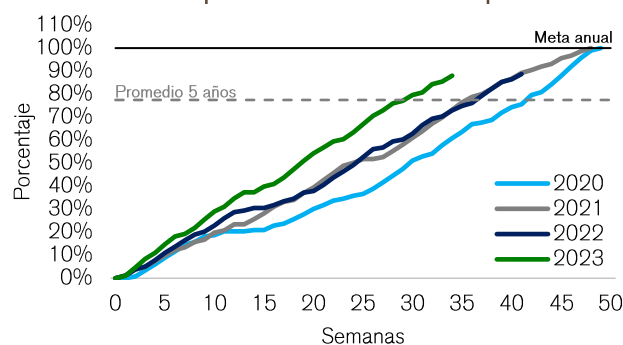
Los rendimientos de los tramos corto y medio de la curva registraron aumentos promedio de 6 pbs y alcanzaron niveles de 6.16% y 6.49%, respectivamente. En la parte larga de la curva, las tasas de interés aumentaron en promedio 41 pbs hasta 7.76%. En los TESUSD2033, la referencia natural de 10 años, las tasas subieron 23 pbs hasta 8.08%.

Por otra parte, de acuerdo con el cronograma de subastas de TES internos en mercado primario para 2023, el monto

total de colocaciones, hasta el 23 de agosto, ascendió a COP 29.9 billones. Esto representa un cumplimiento sobresaliente del 88% de la meta estipulada en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2023 (COP 35 billones).

El actual porcentaje de cumplimiento es superior al 73% del mismo periodo de 2022 y al promedio del mismo horizonte de tiempo en los últimos 5 años (Gráfico 18). Lo anterior es resultado de una sólida demanda de los inversionistas que ha permitido mantener activas las cláusulas de sobre-adjudicación durante gran parte del año.

Gráfico 18. Cumplimiento de colocaciones por subastas



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

En las subastas competitivas de TES, las colocaciones durante el año corrido alcanzan los COP 20 billones, repartidas de la siguiente manera: i) COP 14.4 billones en TES COP; y ii) COP 5.6 billones en TES UVR. Las colocaciones no competitivas ascienden a COP 10.8 billones.

La demanda de los inversionistas en el mercado primario se mantuvo fuerte en el último mes. En los TES COP, las tasas de corte en agosto registran un promedio de 10.7%, superior al promedio de 10.2% de julio. Por su parte, el *bid-to-cover* del mes registra un promedio de 4.1 veces, relativamente estable frente al mes anterior y sigue reflejando un apetito elevado (Gráfico 19).

Respecto a las colocaciones primarias de TES UVR, las tasas de corte en las subastas de agosto ascendieron hasta 4.68%. El *bid-to-cover* de estas subastas se incrementó hasta 3.6 veces.

En las subastas de TES de corto plazo (TCO), las colocaciones año corrido suman COP 8.2 billones. Las



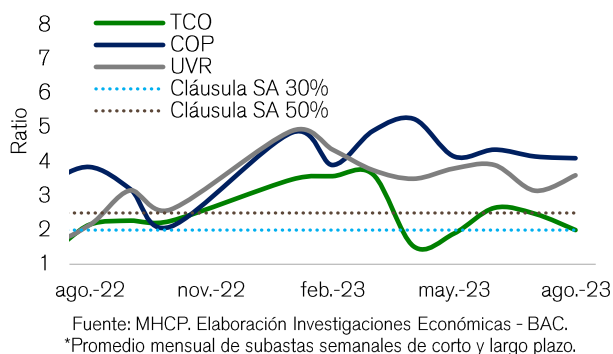
tasas de corte de estos títulos en lo corrido de julio se ubican en 11.28% y su demanda en mercado primario marcó un *bid-to-cover* promedio de 2 veces.

Los datos consolidados del perfil de la deuda bruta total del Gobierno Nacional Central (GNC), con corte al mes de julio, mostraron un saldo de la deuda que alcanzó los COP 847 billones. Como porcentaje del PIB nominal, el saldo de la deuda se sitúa en 55.2%, inferior frente a los niveles del mismo mes de 2022 (59%).

saldo. La proporción de deuda externa sobre el total, en consecuencia, bordea niveles del 35.6%.

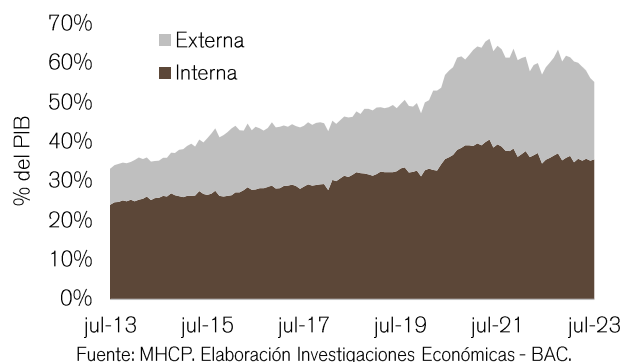
Esta distribución del saldo de deuda interna-externa se sitúa más cerca del óptimo de 70%-30% al que el Gobierno espera llevarla gradualmente en el futuro cercano.

Gráfico 18. Sobre-demanda en las subastas de TES*



Bajo esta misma métrica, el saldo de la deuda interna representa un 35.6% del PIB, ligeramente superior al registro del mismo mes del año anterior (35.4%). En contraste, la proporción de la deuda externa fue de 19.6%, inferior al 23.5% de hace un año (Gráfico 20). La apreciación acumulada de la tasa de cambio en los últimos meses ha favorecido una moderación del valor nominal de la deuda externa expresada en pesos.

Gráfico 20. Saldo de la deuda bruta total del GNC



Así, la distribución de la deuda total muestra una participación a favor de la deuda interna con un 64.4% del

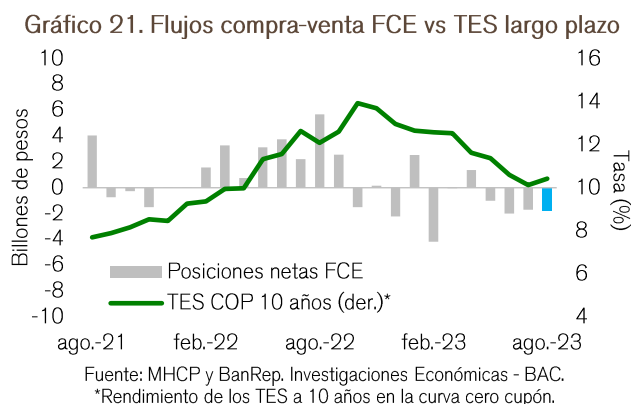


Inversión extranjera y liquidez

En contraste con el buen comportamiento agregado de los flujos de capitales extranjeros hacia EM, en julio hubo un nuevo egreso de flujos de inversión de portafolio desde Colombia. En efecto, los datos disponibles al 31 de julio de balanza cambiaria evidenciaron flujos negativos por USD 505 millones.

Las cifras del perfil de tenedores de TES, que publica el MHCP, siguen dando cuenta de una demanda débil de los Fondos de Capital Extranjero (FCE) por TES, en línea con las cifras de inversión de portafolio en balanza cambiaria.

En efecto, las ventas netas de los FCE en julio fueron por COP 1.7 billones. De esta manera, en tendencia central, las ventas acumuladas de los FCE en lo corrido del año ascienden a COP 5 billones, dando continuidad a la mayor salida de estos agentes durante los primeros 7 meses de un año desde que se tiene registro.

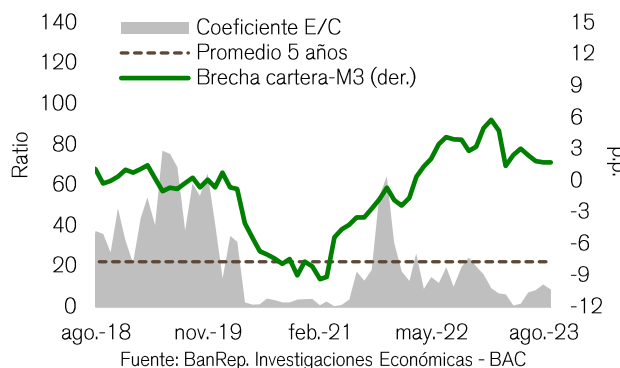


El saldo de tenencias netas de los FCE disminuyó hasta COP 113 billones y se mantienen como los segundos mayores tenedores de TES. Así, su participación se redujo hasta 23.3% del saldo total de la deuda pública interna.

El apetito de los FCE por TES locales se ha mantenido relativamente bajo durante agosto. De hecho, según algunas estimaciones preliminares de agentes del mercado, durante el mes en curso se estarían registrando ventas netas que sumarían COP 1.8 billones (Gráfico 21). La información disponible de inversión en portafolio en lo corrido de agosto también es consistente con lo anterior, y da cuenta de salidas acumuladas por USD 122 millones.

Los Fondos de Pensiones y Cesantías (FPC) se mantienen como los mayores tenedores de TES, con una participación del 27.8% del saldo total de la deuda pública. En efecto, estos agentes fueron compradores netos con un total de COP 1.2 billones.

Gráfico 22. Relación recursos de expansión y contracción



Por su parte, los Bancos Comerciales fueron vendedores con COP 1 billón, y se consolidan como los mayores vendedores durante el 2023 con COP 7.7 billones, la mayor salida de estos agentes durante un año desde que se tiene registro. Su participación sobre el saldo total disminuyó hasta 11.7%, significando un nuevo mínimo.

El MHCP realizó compras netas por COP 3.9 billones y fue el mayor comprador del mes. Lo anterior está en gran medida asociado a las operaciones de manejo de deuda del Gobierno. Por su parte, BanRep realizó compras definitivas de TES por COP 2.2 billones y completó 3 meses consecutivos realizando operaciones expansivas permanentes de liquidez.

En este entorno, las condiciones de liquidez del sistema continuaron balanceadas en agosto, con una ligera disminución en las necesidades de algunos agentes. En efecto, la demanda de recursos de expansión en BanRep disminuyó hasta un promedio-día de COP 16.4 billones, inferior a los COP 17.8 billones de julio. En todo caso, esta demanda es superior a los COP 15.1 billones de agosto de 2022.

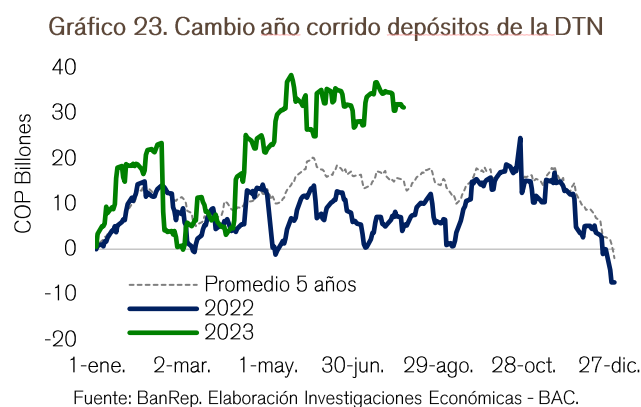
El cupo de repos de expansión a un día ofrecidos por el emisor se situó cerca de COP 19.3 billones, con una utilización del 64% que es inferior al 76% de julio. Los repos de expansión a 7 días se mantienen abiertos con



una utilización significativamente baja del 1%, al igual que los repos de expansión de plazos de 14, 30, 90 y 180 días.

En línea con lo anterior, el saldo de operaciones promedio-día de los recursos llevados a la ventanilla de contracción (depósitos remunerados) aumentó hasta COP 1.8 billones, desde los niveles de COP 1.6 billones de julio.

De esta forma, el coeficiente entre recursos de expansión y contracción (E/C) disminuyó en agosto y permanece en niveles históricamente bajos (8.8 veces).



Esto es consistente con una brecha en la dinámica de la cartera y de los depósitos del sistema que se mantiene positiva, pero que en tendencia central se sigue cerrando y moderando las necesidades de liquidez asociadas al ciclo del crédito (Gráfico 22).

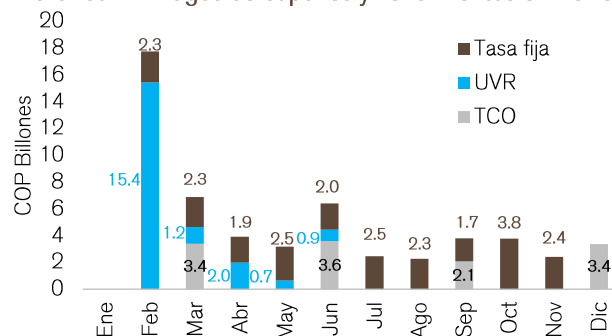
Por otra parte, de acuerdo con las cifras de la DIAN, el recaudo tributario hasta el mes de junio fue de COP 148.5 billones, con lo cual el cumplimiento de la meta fijada para todo 2023 ascendió al 54%. Frente al acumulado del mismo periodo de 2022, el recaudo total registró un crecimiento del 30.4% (cerca de un 16.3% en términos reales).

Al mismo tiempo, la ejecución del presupuesto general de la nación, excluyendo el servicio de la deuda, se situó en 44.3% en julio. Este ritmo de la ejecución se sitúa muy por debajo del registro del mismo periodo de tiempo en 2022 (47.4%) y del promedio de los últimos 5 años (46.3%).

Bajo este contexto, y de acuerdo con la información de los Depósitos del Tesoro Nacional (DTN) en BanRep, el saldo de la DTN registra un incremento año corrido de COP

31.4 billones al corte del 11 de agosto. Esta cifra supera ampliamente los COP 7.5 billones del acumulado del mismo periodo del año pasado y los COP 14.9 billones del promedio de los últimos 5 años (Gráfico 23), denotando presiones de liquidez asociadas al manejo de los recursos del Gobierno (buena dinámica del recaudo y baja ejecución de gasto primario).

Gráfico 24. Pagos de cupones y vencimientos en 2023



Fuente: MHCP. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.

Esperamos que las condiciones de liquidez se mantengan balanceadas en el corto plazo, apoyadas por una posición mayoritariamente acreedora de BanRep con el mercado para mantener el equilibrio en el mercado de dinero.

Para el mes de septiembre se estima una entrada de recursos al sistema por COP 3.8 billones, distribuida en: i) COP 2.1 billones del vencimiento de TCO el 5 de septiembre; y ii) COP 1.7 billones del cupón de los TES2030 el próximo 18 de septiembre (Gráfico 24).



Aspectos técnicos

La posición de Colombia, sobre una canasta representativa de bonos de mercados emergentes, mejoró ligeramente durante el último mes. La tasa real ex post (REP) de los TES a 10 años se incrementó desde niveles de -2.3% hasta -1.8%, manteniéndose por debajo de la tasa promedio de 0.6% de toda la muestra. Lo anterior incorpora una prima de riesgo que es superior en 100 pbs a la media muestral.

Teniendo en cuenta el ajuste lineal en términos de riesgo-REP sobre la muestra, los resultados de julio sugieren que la tasa REP de los títulos de deuda pública de Colombia continúan lejos de títulos comparables como los de Sudáfrica y Brasil. Estos presentan condiciones similares en términos de prima de riesgo, pero con un rendimiento ampliamente superior.



Descontando la expectativa de inflación al cierre de 2024, y tomando el diferencial de tasas de los bonos con la tasa repo en cada país (RS), la posición técnica de Colombia en la muestra está lejos de la zona de alto rendimiento. En términos del retorno ex ante (REA), los TES aumentaron hasta 3.8%, y se mantienen por encima de la media muestral de 2.9%. Por su parte, el diferencial RS registra niveles del orden de -3.3 p.p., ubicándose por debajo del nivel promedio de muestra de -1.4 p.p.

Según el modelo de reversión a la media, la curva de rendimientos TES COP presenta un margen de valorización, en promedio, de 6 pbs. El ajuste del modelo no lineal de frontera de eficiencia-duración sugiere

también algunos niveles de entrada, especialmente en los TES2026 y TES2033 con un espacio de valorización de 12 pbs en promedio.

Utilizando el mismo modelo de reversión a la media, la curva de TES UVR estaría muy cerca de sus valores justos. Según el modelo de eficiencia-duración, algunos *spreads* en la curva serían aprovechables como el caso de los TESUVR2035 y TESUVR2037, con un espacio de valorización de 7 pbs.

Para el caso de los TES USD, las estimaciones por reversión a la media también sugieren un margen de valorización, en promedio, de 23 pbs. En la frontera de eficiencia-duración se destacan los TESUSD2027 y TESUSD2033 como los bonos con mayores oportunidades en sus diferenciales, con un margen de valorización promedio de 78 pbs.

Desde una óptica estructural, según nuestros mejores modelos econométricos para estimar los valores justos de los TES COP de largo plazo (criterio basado en el menor error de pronóstico y dispersión de datos, así como la mayor bondad de ajuste), los rendimientos de los TES a 10 años se estiman cerca de 11.03% (Gráfico 25).

Teniendo en cuenta que actualmente los TES2033 se cotizan alrededor del 10.75%, lo anterior sugiere una corrección técnica al alza de 28 pbs. Consideramos que la probabilidad de ocurrencia de este escenario es relativamente alta.



Expectativas de corto plazo

Creemos que el movimiento de la curva TES COP en el corto plazo continuará siendo alcista, con presiones particularmente fuertes en el tramo de largo plazo. Con unos niveles del Tesoro de EEUU a 10 años por encima de 4%, y un riesgo contagio alto en toda la renta fija mundial, la probabilidad de desvalorizaciones adicionales en el futuro cercano también es elevada.

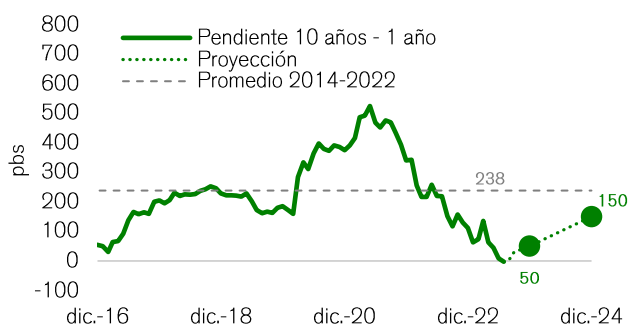
No obstante, existen muchas razones para justificar que estas desvalorizaciones son de naturaleza transitoria y no cambian la tendencia estructural de la renta fija en función de los fundamentales (ver “Presiones ocultas” en [CE – Agosto 16 de 2023](#)). De hecho, esta coyuntura ofrece oportunidades interesantes de compra.

De esta forma, mantenemos nuestra perspectiva positiva para el mercado de TES en los próximos meses, especialmente de cara a finales de 2023. En particular, seguimos resaltando un mayor margen de valorización en títulos de corto y mediano plazo en la curva TES COP, lo que mantendrá el patrón de empinamiento de la curva (Gráfico 26).

los 25 pbs en el futuro cercano. No obstante, nuestra expectativa de fin de año para esta referencia es que cierre en niveles del 9.5%.

La valorización relativa COP-UVR no favorece los TES UVR. Algunas medidas de estrechos relativa sugieren niveles de sobre-venta de 45 pbs en las referencias de más corto plazo, aunque creemos que la oportunidad en estas referencias sería mucho más relevante en el 4T23 por su condición estacional. Las referencias de mayor plazo tendrían un margen de desvalorización de hasta 24 pbs, en promedio.

Gráfico 26. Diferencial intertemporal curva TES COP*



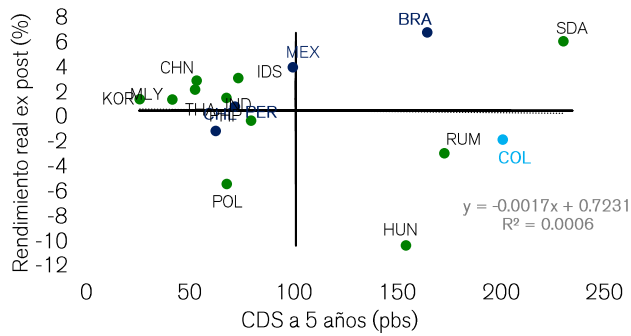
Fuente: BanRep. Elaboración Investigaciones Económicas - BAC.
*Diferencial calculado con los rendimientos de la curva cero cupón.

Para los TES COP de corto plazo, en especial los TES2025, creemos que sus rendimientos están alineados a sus valores justos que estimamos en 9.8%. Sin embargo, para el cierre de 2023 esperamos niveles alrededor del 9%.

Para los TES2033 estimamos niveles objetivo de 11% en el futuro cercano. Frente a sus niveles actuales, lo anterior sugiere un margen de desvalorización cercano a

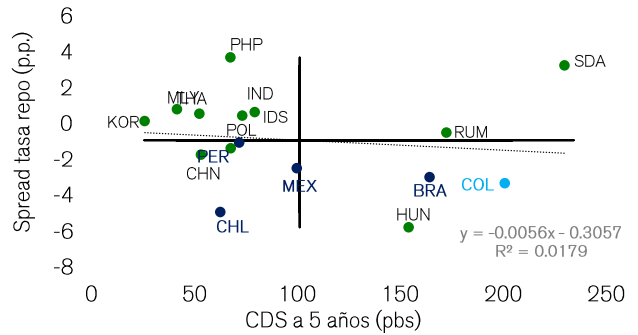


Posición Riesgo-REP bonos soberanos 10 años en EM



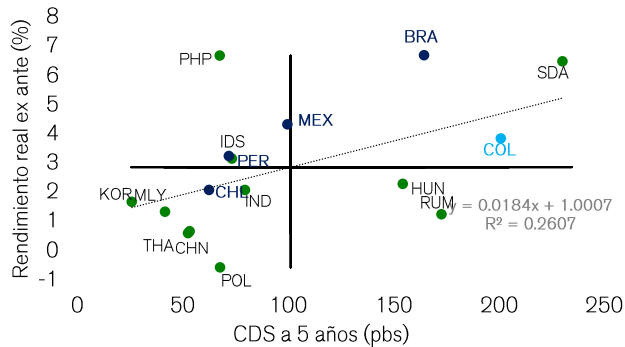
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-RS bonos soberanos 10 años en EM



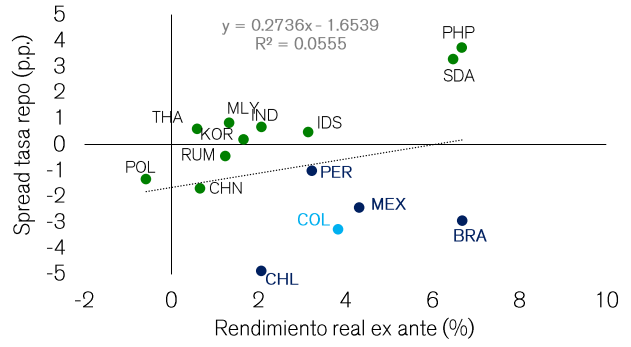
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición Riesgo-REA bonos soberanos 10 años en EM



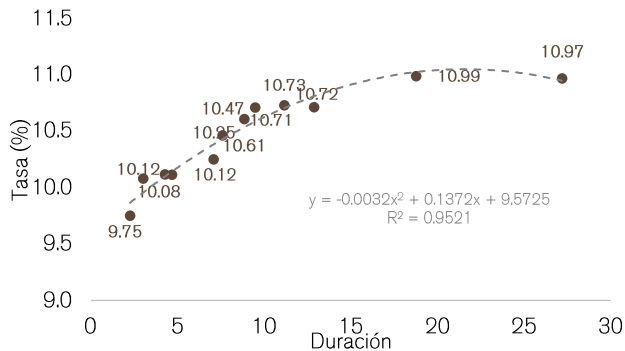
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Posición REA-RS bonos soberanos 10 años en EM



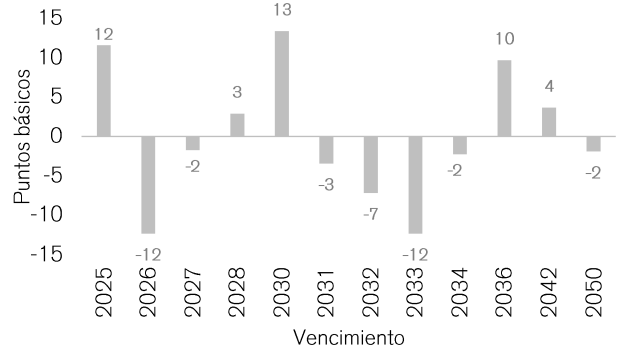
Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Frontera de eficiencia en la curva de TES en pesos

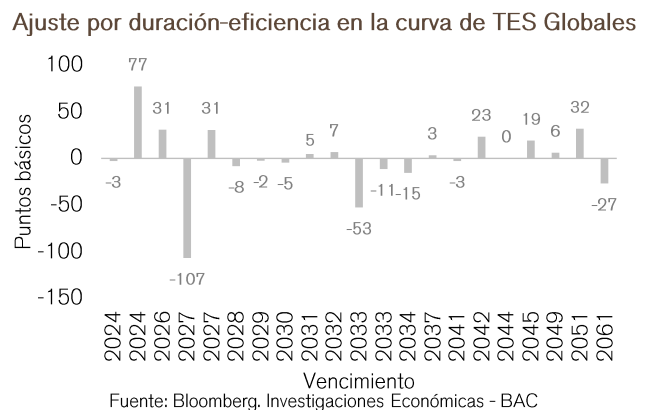
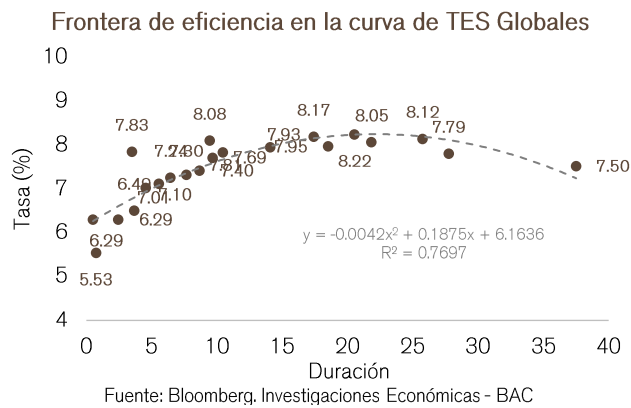
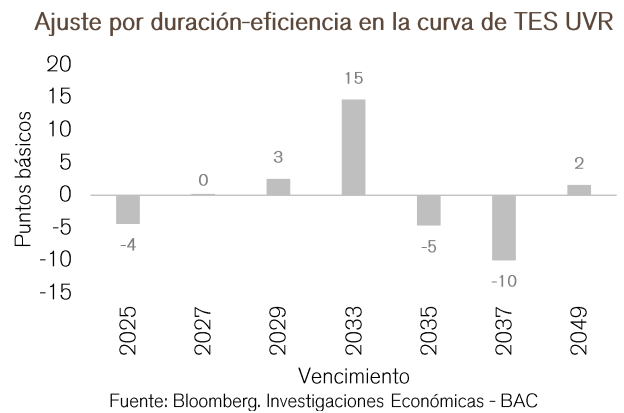
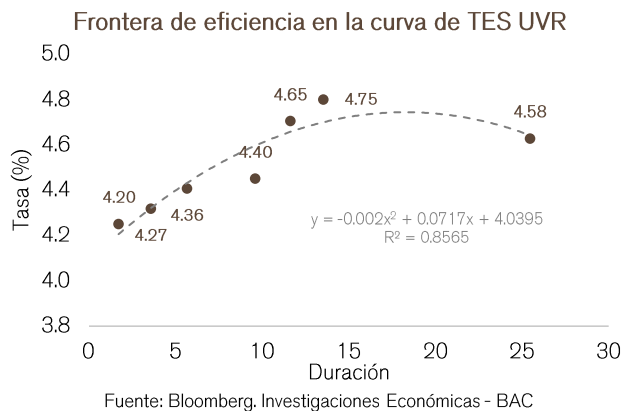


Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC

Ajuste por duración-eficiencia en la curva de TES en pesos



Fuente: Bloomberg, Investigaciones Económicas - BAC





Resumen del desempeño reciente de la curva de TES en pesos

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
TFIT16240724	jul-24	10.00	0.9	7.09	-193	-473	-400	
TFIT08261125	nov-25	6.25	1.9	9.75	5	-265	-167	
TFIT15260826	ago-26	7.50	2.4	10.08	13	-264	-163	
TFIT08031127	nov-27	5.75	3.4	10.12	4	-263	-176	
TFIT16280428	abr-28	6.00	3.7	10.12	-3	-268	-186	
TFIT16180930	sep-30	7.75	4.7	10.25	5	-265	-185	
TFVT10260331	mar-31	7.00	5.2	10.41	31	-250	-170	
TFIT10260331	mar-31	7.00	5.2	10.47	27	-250	-170	
TFIT16300632	jun-32	7.00	5.9	10.61	31	-244	-153	
TFIT11090233	feb-33	13.25	5.2	10.71	33			
TFIT16181034	oct-34	7.25	6.3	10.73	29	-236	-146	
TFIT16090736	jul-36	6.25	7.5	10.72	30	-229	-148	
TFIT21280542	may-42	9.25	7.9	10.99	35	-223	-144	
TFIT31261050	oct-50	7.25	8.3	10.97	31	-205	-136	

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.

Resumen del desempeño reciente de la curva de TES UVR

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
TUVT11070525	may-25	3.50	1.6	4.20	2	-29	-19	
TUVT11170327	mar-27	3.30	3.2	4.27	10	-123	-102	
TUVT10180429	abr-29	2.25	5.1	4.36	18	-126	-152	
TUVT20250333	mar-33	3.00	7.9	4.40	10	-160	-147	
TUVT20040435	abr-35	4.75	8.6	4.65	34	-176	-139	
TUVT18250237	feb-37	3.75	10.0	4.75	32	-157	-139	
TUVT32160649	jun-49	3.75	15.5	4.58	23	-173	-149	

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



Resumen del desempeño reciente de la curva de TES Globales

Título	Vencimiento	Cupón (%)	Duración modificada	Tasa (%)	Variación en pbs			Tendencia mensual
					Mensual	Año corrido	Anual	
COLGLF24	feb-24	4.000	0.5	6.16	5	26	96	
COLGLB24	may-24	8.125	0.7	5.53	-27	-36	25	
COLGLB26	ene-26	4.500	2.2	6.28	19	-32	23	
COLGLB27	feb-27	8.375	2.8	7.83	-17	88	251	
COLGLBA27	abr-27	3.875	3.2	6.49	23	-45	29	
COLGLB28	mar-28	11.850	3.4	7.01	26	-20	31	
COLGLB29	mar-29	4.500	4.6	7.10	31	-11	51	
COLGLB30	ene-30	3.000	5.4	7.24	48	-2	62	
COLGLB31	abr-31	3.125	6.2	7.30	51	2	65	
COLGLB32	abr-32	3.250	6.9	7.40	53	10	74	
COLGLB33	ene-33	10.375	5.9	8.08	24	-58	38	
COLGLBA33	abr-33	8.000	6.4	7.69	39	-25		
COLGLB34	feb-34	7.500	6.7	7.81	43			
COLGLB37	sep-37	7.375	7.9	7.93	40	-9	30	
COLGLB41	ene-41	6.125	9.3	8.17	44	-9	20	
COLGLB42	feb-42	4.125	10.6	7.95	49	7	32	
COLGLB44	feb-44	5.625	10.2	8.22	41	-1	13	
COLGLB45	jun-45	5.000	11.0	8.04	38	4	15	
COLGLB49	may-49	5.200	11.4	8.12	47	5	27	
COLGLB51	may-51	4.125	12.5	7.79	53	27	39	
COLGLB61	feb-61	3.875	13.3	7.50	51	22	46	

Fuente: Bloomberg. Elaboración Investigaciones Económicas - Banco Agrario de Colombia.



AVISO LEGAL: Toda la información contenida en este documento está basada en fuentes que se consideran confiables, y ha sido elaborada por los integrantes del área de Investigaciones Económicas del Banco Agrario de Colombia. Sin embargo, no constituyen una propuesta o recomendación alguna por parte del Banco para la negociación de sus productos y/o servicios, por lo cual la entidad no se hace responsable de malas interpretaciones o distorsiones que del presente informe hagan terceras personas. El uso de la información de este documento es responsabilidad exclusiva de cada usuario.

DISCLAIMER: All information contained in this document is based on reliable sources and has been prepared by the Economic Research staff of Banco Agrario de Colombia. However, our opinions are not a recommendation by the Bank for trading their products. The Bank is not responsible for misinterpretations or distortions about the information of this report. Use of the information in this document is responsibility of each user.
